



Tilburg University

Kapitaalvorming in de onderneming

van Berkum, P.P.

Published in:
Maandschrift Economie

Publication date:
1943

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
van Berkum, P. P. (1943). Kapitaalvorming in de onderneming. *Maandschrift Economie*, 9(1-2), 1-19.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

ECONOMIE

Tijdschrift voor Algemeen Economische
Bedrijfs-Economische en Sociale Vraagstukken

Negende Jaargang

Aflevering 1/2

Oct./Nov. 1943

KAPITAALVORMING IN DE ONDERNEMING

door

Prof. Dr. P. P. VAN BERKUM

Bij kapitaalkvorming, hier bedoeld als het in de productie gestoken geld dat tegenover de vergroting van den productiemiddelenvoorraad staat, kan worden onderscheiden in een direct en een indirect proces. Het laatste, dat het leeuwen-deel bijdraagt, is van twee fundamenteele condities afhankelijk. In de eerste plaats van de verhouding waarin inkomentrekkers een deel van hun geldinkomen opzij leggen met het doel tegen latere eventualiteiten gedekt te zijn (het sparen); in de tweede plaats, aanwezigheid van winstvooruitzichten bij ondernemers over eenigszins langeren termijn om kapitaalvastlegging loonend te maken. Het een zonder het andere is onvoldoende. Vervolgens is er een omvangrijke financiële organisatie noodig — geld- en kapitaalmarkt, de banken — om de twee uiteinden van het indirecte proces van kapitaalkvorming bijeen te brengen en op elkaar af te stemmen¹⁾. Zoowel het sparen als het investeren zijn van een hier niet ter zake doende aantal economische en psychologische factoren afhankelijk.

Het directe proces is heel wat minder gecompliceerd. Hier vinden wij geen differentiatie in een spaar- en investeringsfunctie en in een omvangrijke bemiddelende credietorganisatie, maar integratie. Alle functies komen in één hand. Degene, die het geldinkomen accumuleert, beslist in één handeling over de distributie van deze koopkracht: vastlegging in materiele kapitaalgoederen en bestemming ten verbruik. Het duidelijkst teekent zich dit af bij de zuiver persoonlijke ondernemingsvormen. De leiders-eigenaren nemen uit het door het bedrijf afgeworpen inkomen wat zij voor levensonderhoud noodig hebben en bestemmen de rest voor uitbreiding van hun zaken. Bij de kapitaalvennootschappen, waar scheiding tusschen leiding en eigenaren-kapitaalverschaffers bestaat, ligt de beslissing doorgaans bij de eerste groep, de leiders. Zij grijpt daar-

¹⁾ Hier wordt abstractie gemaakt van de credietscheppende taak van de banken. De volgorde: eerst sparen, daarna investeren is niet essentieel. In de opvattingen van Keynes staan de investeringen voorop, die de besparingen zelf in het leven roepen.

door, wat de voor kapitaalvorming ingehouden winst betreft, vooruit op de besparingsneiging bij aandeelhouders en tantiëmisten, het aan hun overlatend, of en hoe zij het door de onderneming pro resto in geld uitgekeerde inkomen zelf weer wenschen te splitsen in een spaar- en een verteringsquote. Het is niet twijfelachtig, dat het totale volume van wat aan besparingen voor investeeing beschikbaar komt, door het inschakelen van het directe proces van kapitaalvorming, grooter wordt dan het zou zijn wanneer alleen het indirecte proces bestond, wat echter nog niet zonder meer insluit, dat ook het economisch nuttig effect grooter is. Volgens door Mitchell ¹⁾ gegeven schattingen, zou het directe proces van ondernemingskapitaalvorming op ongeveer 40% van alle besparingen beslag leggen, welk cijfer aan den hoogen kant lijkt.

Alles wat met kapitaalvorming samenhangt krijgt in de algemeene hoop op een spoedig einde van den oorlog een verhoogde actualiteit. Deze is geenszins van louter academischen aard, daar thans reeds — getuige de emissies van den laatsten tijd — vele ondernemingen voorzorgen treffen om de kapitaalvoorziening in zoodanige banen te leiden, dat in een eerste stadium voor het op peil brengen en daarna voor de vergroo-ting van de productie en de deswege benoodigde outillage en voorraden voldoende middelen aanwezig zijn ²⁾.

Het is niet moeilijk te voorspellen, dat in de naaste toekomst de verhouding tusschen de kapitaalbehoefte en de mate waarin deze uit de ter beschikking komende besparingen zal kunnen worden gedekt, ongunstig zal zijn. Na elken grooten oorlog is er nog een periode van acute kapitaalschaarschte geweest, gepaard aan hooge rentestanden. Onder die omstandigheden ligt het in de lijn der verwachtingen, dat ondernemers in eerste instantie aangewezen zullen zijn hun kapitaaltekort buiten de kapitaal- of geldmarkt om aan te vullen door de mogelijkheden te benutten welke in de onderneming zelf gelegen zijn.

Kapitaalvorming langs directen weg in de onderneming is een vraagstuk met vele en in elk tijdvak, o.a. met de wijze van economische organisatie (vrijheid of gebondenheid), wisselende aspecten. In z'n practische uitwerking strekt dit verschijnsel zich uit tot alle onderdeelen van het financiewezen van de onderneming. Bij voldoende hooge marginale productiviteit van opeenvolgende doses toegevoegd kapitaal zal er in de afzonderlijke onderneming, mits de voorwaarden gunstig geacht kunnen worden, steeds een tendens tot krachtige toeneming

¹⁾ Mitchell, Business Cycles, Londen/New York 1930, blz. 152.

²⁾ Met eenige variatie vinden we motiveeringen als de volgende, welke aan een emissie prospectus van recenten datum werd ontleend: „Om in de toekomst paraat te blijven en aan de eischen te kunnen voldoen, welke dan aan onze vennootschap zullen worden gesteld, wenschen wij de beschikking te krijgen over ruime bedrijfsmiddelen, daar wij een uitbreiding van ons machine- en autopark onvermijdelijk achten, de outillage der fabrieken en gebouwen dringend verbetering behoeft, terwijl daarnaast groote inkoop van grondstoffen noodzakelijk zullen blijken”.

van kapitaalvorming merkbaar zijn. Het lijkt daarom niet van belang ontbloot de daarmede verband houdende vraagstukken nog eens te bezien en dit niet slechts met het oog op de tijdsomstandigheden, maar tevens om de voorwaarden en grenzen van de directe wijze van kapitaalvorming vast te stellen. Een beschouwing over de algemeene gezichtspunten, die voor een goed begrip van deze materie van waarde zijn, zal hieraan voorafgaan.

I.

Algemeene Gezichtspunten.

De veelomvattendheid van het vraagstuk blijkt wel hieruit, dat het zoowel op de geld- als op de goederenzijde van de onderneming betrekking heeft. Immers kapitaalvorming in de hier bedoelde beteekenis wil zeggen, dat geldmiddelen, niet behoorend tot het ondernemingskapitaal zelf, worden verkregen door het aanboren van interne inkomstenbronnen (dus anders dan van buiten af), welke geldmiddelen ter versterking van de momenteele kapitaalpositie en tot vergrooting van het daartegenover staande bezit aan productiemiddelen worden aangewend. Uit deze omschrijving volgt, dat de interne inkomstenbronnen identiek zijn met wat van de behaalde winsten door de onderneming kan worden teruggehouden. Daarbuiten kan er nog slechts sprake zijn van financiering steunend op het bestaande kapitaal en op hetgeen daaraan door nieuwe storting door eigenaren of vennoten, dan wel door opnemings van vreemd kapitaal kan worden toegevoegd. De verschillende mogelijkheden zijn in de gegeven definitie onderscheiden.

Het heeft terminologisch iets voor inplaats van het begrip winst de ruimere omschrijving interne inkomstenbronnen te bezigen. Winst toch beteekent in eigenlijken zin het inkomen, hetwelk door het bedrijf wordt afgeworpen. Het inkomenbegrip van de onderneming kan evenwel ruimer zijn en behalve uit winst o.a. bestaan uit revenue, behaald met beleggingen, die niet met het eigenlijke productieproces in verband staan. In het onderstaande zal echter eenvoudigheidshalve steeds de term winst worden gebruikt, ook wanneer bedoeld wordt inkomen in den ruimen zin.

Schematisch voorgesteld zijn het de volgende bronnen, waaraan de onderneming middelen voor haar financiering kan ontleenen:

FINANCIERINGSBRONNEN

<u>eigen middelen</u>	<u>vreemde middelen</u>
gestort kapitaal	inhouding van win-
bepaald door jurid.	sten voor kapitaal-
vorm der onderne-	vorming = financie-
ming: aandeelenka-	ring uit de winst of
pitaal en agio, fir-	winstfinanciering
manten-, commandi-	theeknemers enz.)
tair- en persoonlijk	
gestort kapitaal	

Kapitaalvorming in de onderneming, om het op den voorgrond tredende financieringsdoel, dikwijls aangeduid als financiering uit de winst ¹⁾ of kortweg winstfinanciering, wordt veelal verward met zelffinanciering, een term, die in sterke mate ingang heeft gevonden en een vertaling vormt van het duitse Selbstfinanzierung. Tenzij uitdrukkelijk in een engere beteekenis opgevat, omvat het begrip zelffinanciering evenwel nog andere verschijnselen dan winstfinanciering, zooals duidelijk uitkomt in de volgende definitie van Theisinger ²⁾: Bei der Selbstfinanzierung stellt das Unternehmen die Mittel zur Beschaffung neuen betriebsnotwendigen Vermögens selbst zur Verfügung, entweder als realisierte Gewinne oder als freige-wordene Mittel des bisher gebundenen Vermögens. De twee wat hun oorsprong betreft zeer heterogene verschijnselen, welke aldus onder hetzelfde begrip gebracht worden, zijn financiering uit de winst en financiering uit het reeds aanwezige kapitaal. De ratio dezer samenvoeging is, dat het in beide gevallen gaat om het aanboren van interne bronnen. In de begripsvorming laat men dit kenmerk, het feit derhalve dat men zonder hulp van buiten af mogelijkheden voor de financiering eener bedrijfsuitbreiding creëert, den doorslag geven.

Als voorbeeld van uitbreidingsfinanciering uit kapitaal kan in de eerste plaats dienen het geval, waarin de totale productiecapaciteit van een onderneming in verhouding tot de begincapaciteit aanmerkelijk kan worden vergroot door gebruik te maken van uit de afschrijving op activa met langen levensduur vrijgekomen kapitaal, dat men ter onderscheiding van de zuivere inkomsten (winst), het z.g. schijninkomen noemt. De mogelijkheid van een zekere ruimte tot expansie langs dezen weg is van speciale condities afhankelijk, welke het duidelijkste kunnen worden gedemonstreerd bij aanwezigheid in het bedrijf van een complex productiemiddelen, die tegelijk zijn aangeschaft en waarvan de bestanddeelen een ongeveer gelijken bruikbaarheidsduur bezitten. Door het aanwenden van de uit een dergelijk complex jaar op jaar vrijkomende afschrijvingsbedragen, die anders tot het moment der totale vernieuwing van het complex ongebruikt zouden blijven, tot het aanschaffen van nieuwe eenheden, waarmede dus het productieapparaat successievelijk wordt vergroot, geeft men bij een beleidvolle toepassing de mogelijkheid tot vervanging te eeniger tijd van de oorspronkelijke productiecapaciteit niet prijs. Immers uit de onderdeelen van de outillage, die tusschentijds worden aangeschaft, komt ook weer kapitaal vrij, waaruit t.z.t. deze vernieuwing kan worden bekostigd.

Het gegeven voorbeeld is een zuivere toepassing van den

¹⁾ In dezen geest Dr. P. Hennipman: Eenige aspecten der financiering uit de winst in Bedrijfseconomische Opstellen aangeboden aan Limperg.

²⁾ Prof. Dr. Theisinger, bijdrage Selbstfinanzierung in Leistungswirtschaft, Festschrift für Fr. Schmidt, Berlijn/Weenen 1942, blz. 244.

regel, dat men met eenzelfde kapitaal een grooter aantal duurzame productiemiddelen van onderling verschillende leeftijd kan employeeren, dan van gelijken leeftijd. Het resultaat van de grootere spreiding in de leeftijden is het bereiken van een gunstiger verhouding van de werkelijk benutte tot de beschikbare financieele capaciteit, het voorhanden kapitaalfonds is intensiever in gebruik genomen. Oudere bedrijven, mits van voldoende grootte, hebben hun stabiele maximumcapaciteit in dit opzicht veelal reeds bereikt. Het kapitaal is daar over een groot aantal productiemiddelen met gelijkmatig op-eenvolgenden leeftijd gedistribueerd wat meebrengt, dat de jaarlijksche som der afschrijvingen uit deze productiemiddelen ten naastenbij met die der jaarlijksche vernieuwingen en vervangingen correspondeert. Waar echter de synchronisatie van afschrijvingsbedragen en vervangingen onvolkomen is in dier voege, dat het door de verdiende afschrijvingen in de onderneming gebrachte kassurplus meer bedraagt dan nodig blijkt om het bedrijf tot de grens zijner capaciteitsuitbreiding in den hiervoor bedoelden zin te brengen, resp. daarop te houden, daar zal gebruik van het overschot voor verdere illiquide investeeering tot ernstige liquiditeitsmoeilijkheden kunnen leiden ¹⁾. Immers men gebruikt dan geld, dat voor instandhouding van de outillage op een gegeven moment ter beschikking moet staan. Slechts de mogelijkheid op dit critieke moment uit de winst gevormd kapitaal in de bres te doen springen, dan wel vreemde middelen aan te trekken, zou het verstoorde evenwicht weer kunnen herstellen. In het laatstgenoemde geval zou er precies het omgekeerde gebeuren van wat had moeten gebeuren, n.l. de uitbreiding financieren met lang crediet en de vervanging van de versleten deelen der installatie uit de afschrijvingsbedragen.

Andere mogelijkheden van zelffinanciering door intensiever gebruik van het bestaande kapitaal liggen in een verhooging van omzetsnelheid van de deelen van het vlottend bedrijfsvermogen, of vloeien voort uit inkrimping van overtollige voorraadposities. Het hiervoor vrijgemaakte kapitaal kan voor nieuwe doeleinden worden besteed, welke aan het bedrijf als geheel een grootere capaciteit geven.

Hiermede is de grensscheiding tusschen de twee vormen van zelffinanciering — financiering uit de winst en financiering uit het oorspronkelijke kapitaal — in groote lijnen afgebakend. In de practijk zal het begrijpelijkerwijs moeilijk zijn, bij uitbrei-

¹⁾ In een klein bedrijf, dat slechts één enkel productiemiddel met langen levensduur bezit, b.v. een bepaalde machine, is er zelfs geen mogelijkheid tot zulk een uitbreiding. Hier heerscht dus van het begin af een onvolkomen synchronisatie. De afschrijvingen op dit eene object moeten zoo worden belegd, dat het mogelijk zal zijn de machine t.z.t. door een nieuwe te vervangen. Tenslotte zijn er ook in een grootbedrijf wel steeds een of meer activa van uitzonderlijke grootte en levensduur aanwezig (gebouwen, krachtinstallatie), die voor het bedrijf als geheel genomen onvolkomen synchronisatie teweegbrengen.

dingsfinanciering precies uit te maken in welke proportie beide bronnen tot het kassurplus dat men aanspreekt hebben bijgedragen. Wanneer het om betrekkelijk kleine investeringen gaat, behoeft zulks nog niet tot voor de liquiditeit schadelijke consequenties te leiden. Nochtans legt ook dan de geheel onderscheiden herkomst der gebruikte disponibilititeiten een zekere begrenzing aan het gebruik op, welke de financieele leiding niet uit het oog mag verliezen.

Nog moeilijker is het voor buitenstaanders de bronnen te analyseeren waaruit een project tot uitbreiding van een bedrijf zal worden gefinancierd, wanneer hieromtrent onvoldoende gegevens voorhanden zijn. Een recent voorbeeld van dit laatste vormt de door de Algemeene Kunstzijde Unie begonnen bouw eener stroocellulosefabriek, waarvoor, zooals destijds werd medegedeeld, een bedrag van f 20 miljoen noodig zal zijn. Behalve door uitgifte van aandelen en obligaties zou een niet onaanzienlijk gedeelte hiervan worden gefourneerd uit „kasmiddelen”. Een gelijkstelling dezer middelen met zulke welke uit de winst ter zijde zijn gelegd is stellig zonder meer niet geoorloofd. In een ander praktijkgeval, n.l. dat der Kon. Ned. Zoutindustrie te Boekelo, is de situatie veel duidelijker. Deze onderneming deelde in haar verslag over 1940 mede, dat zij in de periode 1919—1940 door herhaalde uitbreiding een tienmaal grootere productiecapaciteit tot stand heeft weten te brengen, zonder eenig nieuw kapitaal van buiten af aan te trekken. Hier is het evident, dat voor het verreweg overheerschende deel winstfinanciering de basis der expansie heeft gevormd. Bestudeering van de winstpositie en de uitdeelingspolitiek van deze onderneming leidt tot dezelfde conclusie.

Een ander obstakel, waardoor de ware proporties waarin winst in kapitaal wordt omgezet voor outsiders en t.o.z.h. ook voor ingewijden verborgen blijven, vloeit voort uit de gebezigde techniek: de reservevorming. Daarbij gaat het erom, of men de kapitaalaanwas openlijk, bedekt, of niet tot uitdrukking wil brengen. In de beide laatste gevallen is sprake van stille en geheime reserveering, waarvan het niet twijfelachtig is, dat zij wel het voornaamste middel tot inhouding van winsten vormen. Reserveering van dezen aard nu geschiedt meestal in samenhang met zulke waardeeringen in het bedrijf, die in sterke mate een arbitrair karakter dragen. Immers de stille en geheime reserves ontstaan in groote trekken als gevolg van de volgende handelingen: meer dan normale afschrijvingen op de duurzame productiemiddelen, niet activeering van activeerbare activa, overschatting van waarde-correcties en van benoodigde fondsvorming voor risicodekking. De demarcatielijn tusschen wat hier werkelijke reserve en derhalve ingehouden volwaardige en uitkeerbare winst en anderzijds buiten de winst omgaande kostenverrekening vormt is uiterst vaag, daar zij met den besten wil der betrokkenen niet afdoende aan economisch vaststaande normen kan worden getoetst. De voor een deel nood-

zakelijke vermenging van beide grootheden leidt mede ertoe dat deze reserves niet in administratie kunnen worden genomen, zooals zulks bij de open reserves het geval is. Slechts in het geval van het bankwezen, waar stille en geheime reserves plegen te worden gecreëerd door middel van opneming van gefingeerde crediteuren, staat de hoegroothed van het gekweekte kapitaalsurplus vast.

De bovengenoemde dooreenmenging doet niets af aan het feit, dat er bij de onderneming een zekere voorkeur voor het buiten de boeken houden van het door winstinhouding gevormde kapitaal bestaat. Het zou te ver voeren hierop thans in te gaan, voldoende zij te constateeren, dat, tengevolge van de allerwege gevolgde techniek van stille reserveering, het onmogelijk is het volume der financiering uit de winst anders dan bij wijze van grove benadering te bepalen ¹⁾.

Uit een oogpunt van het behoud van het in de onderneming gevormde kapitaal bieden open reserves ongetwijfeld een beteren waarborg. Stille reserves toch hebben het nadeel, dat zij op den duur ongemerkt aan het daglicht komen en dan gevaar loopen te worden uitgekeerd. Wordt dit gevaar werkelijkheid, dan is het winstresultaat met evenveel te hoog voorgesteld, als aan de voorheen tot stand gebrachte besparingen werd onttrokken.²⁾ Dit teren op vroegeren welstand geeft den toestand weer, welke gedurende eenige jaren in ons bedrijfsleven gaande is. Een enorm bedrag aan stille reserves, welke gehuisvest waren

¹⁾ Om toch eenig houvast te hebben vindt men wel berekeningen toegepast, waarbij de beurskoers tot uitgangspunt wordt genomen. Men neemt den beurskoers van het aandeel der onderneming in kwestie en vergelijkt dezen met den z.g. balanskoers (intrinsieke waarde aandeel). Het verschil is dan het cijfer, dat de grootte der stille reserves uitdrukt in een percentage van het nominaal gestorte kapitaal.

VOORBEELD:

	Balans		Balanskoers
Grond en gebouwen	400	Aandeelenkap.	1000
Machines	200	Reserves	200
Vorraden	250	Obligatieleening	150
Kas	50	Crediteuren	150
Debiteuren	125		
Deelnemingen	475		
	1500		
		Beurskoers	200%
		Stille reserves dan	
		80% van 1000	= 800

Daar de beurskoers in hoofdzaak gegrond is op de rentabiliteitswaardering, welke géenszins samenvalt met de oorspronkelijke geldsommen, welke door middel van reserveering en anderszins in het bedrijf zijn gestoken, wordt hier dus van een geheel ander kapitalisatie-principe uitgegaan. Dit moet men zich wel realiseeren. Bovendien staat de beurskoers onder invloed van factoren, welke dikwijls zeer wisselvallig zijn. De beteekenis, welke dus aan de berekening kan worden gehecht, is niet groot.

²⁾ In normale tijden treedt het verschijnsel vooral op bij het nalaten van verdere afschrijvingen op een activum, dat reeds geheel is afgeschreven, maar nog steeds productief wordt gebruikt. In elk der volgende jaren waarin niet meer afgeschreven wordt, wordt een deel van de vroegere kapitaalvorming naar de winst overgeheveld.

in tegen te lage waarde te boek staande voorraden, is, daar nieuwe voorraadvorming en continuatie van de gevolgde waardeeringspolitiek uitbleef, in geld als winst vrijgekomen. Voor zover dit geld niet wederom door bijzondere reserves in het bedrijf is vastgehouden, is het als inkomen uitgekeerd. Van de geheele winst, reserves inbegrepen, is een groot deel aan belasting geofferd. Het ligt voor de hand, dat de betrokken ondernemingen, in weerwil van hun z.g. gunstige bedrijfsresultaten over het afgelopen tijdvak, in ongunstiger positie zijn gekomen dan voorheen. Daardoor is feitelijk een aanspraak gecreëerd op de toekomstige bedrijfsrevenue, want het herstel van normale financieringsmogelijkheden eischt herstel van den ouden kapitaalvoorraad. Dit kan geschieden door in de jaren van herbevoorrading en het op peil brengen van de outillage opnieuw reserves in de voorraden te verdisconteeren.

Dit gedeelte van het betoog moge worden besloten met enkele opmerkingen over voltooide en onvoltooide winstfinanciering. In den voltooide vorm dienen te worden onderscheiden: eenerzijds een surplus aan geld, gevolg van gerealiseerd niet uitgekeerd bedrijfsresultaat, anderzijds de vastlegging van deze liquiditeiten in voor het bedrijf doelmatige vormen, teneinde doeleinden te verwezenlijken, die tot nu toe buiten het bereik van de onderneming lagen. De verscheidenheid van deze doeleinden brengt mede, dat geen beperking is opgelegd aan den vorm van de investering. Deze kan zeer uiteenlopend zijn: terreinen, nieuwbouw, duurzaam actief, voorraden- en debiteurenfinanciering, uitbreiding van kaspositie en reserveactiva, alsmede vastlegging in deelnemingen. Het complementair gebruik van diverse soorten activa brengt meestal niet een geïsoleerde uitbreiding in een bepaalde richting, maar in den regel een alzijdige expansie mede.

Tweeërlei kan zich nu voordoen. Er kan eerst een expansie zijn bij het geldkapitaal, thesaureeren van winsten — typisch het sparen dus — en in dit geval is er een onvoltooidheid aan de investeeringszijde, zoolang de corresponderende aansluiting aan de geldzijde ontbreekt. Dit is de gangbare en solide methode, waarbij echter gewezen zij op het gevaar, dat men niet tot investering overgaat uit hoofde van rentabiliteitsgezichtspunten, maar omdat er overvloedig geld is ¹⁾. Vervolgens kan het rationeel zijn, alvorens voldoende winstmiddelen zijn geaccumuleerd, reeds met de uitbreiding der investeringen te beginnen met behulp van vreemd kapitaal, obligatieleening of bankcrediet, als voorloopige financieringsvorm. Zoolang deze credieten niet uit ingehouden winsten zijn terugbetaald, de z.g. aflossing uit de winst, is er een onvoltooidheid aan de geldzijde aangezien deze haar overgang naar den geprojecteerden definitieven financieringsvorm nog niet heeft gevonden. In deze door middel van winstonttrekkingen te bewerk-

¹⁾ Men voltooit dus omwille van de voltooiing zelf.

stelligen consolidatie van vroeger met vreemd geld begonnen uitbreidingen heeft men een afzonderlijke doelstelling van de winstfinanciering willen zien naast de voltrekking van de uitbreidingen zelve. Dit lijkt niet juist in het geval eener geprojecteerde consolidatie, daar er dan slechts van een onvoltooidheid der uitbreidingsdoelstelling sprake is; het is wel juist, indien de consolidatie later bij wijze van occasioneele dispositie plaats vindt. Het hoeft geen betoog, dat een geprojecteerde consolidatie belangrijke risico's in zich sluit, aangezien men zich bij voorbaat vastlegt op een onzekere toekomstige winstcapaciteit.

In een geheel andere beteekenis kan ten slotte van een onvoltooid en voltooid winstfinanciering worden gesproken. In de financieele structuur van de onderneming teekent de voortgezette omzetting van winsten in kapitaal zich af in een toenemende verwijdering van het werkelijk in de onderneming gestoken inkomenvormende kapitaal ten opzichte van het nominaal gestorte kapitaal ¹⁾. Het kan nu als een voltooiing van dezen financieringsvorm worden aangezien wanneer, door het uitgeven van gratis-aandeelen welke ten laste van de gevormde reserves komen, die tegenstelling wordt opgeheven. Op eenigszins groote schaal heeft een herkapitalisatie als hier bedoeld, onder druk van het fiscale besluit op de Dividendbeperking van Augustus 1940, nog kort geleden plaats gevonden. Ruim een dertigtal ondernemingen heeft bij die gelegenheid de niet-dividenddragendkapitaal representeerende reserves grootendeels in dividenddragend kapitaal omgezet.

II.

Voorwaarden en Grenzen.

Gebruik van winstfinanciering is, evenals dit bij de andere financieringsvormen het geval is, afhankelijk van een aantal voor dezen vorm specifieke voorwaarden, die tevens de grenzen van het toepassingsgebied bepalen. In hoofdzaak zijn deze voorwaarden de volgende:

1. De winstcapaciteit der onderneming.
2. De op de winst drukkende belastingen.
3. De verhouding van de onderneming tot haar winstgerechtigden.
4. De condities van de kapitaalmarkt.
5. De omvang van de te bevredigen kapitaalbehoefte.

Wat de eerste voorwaarde, de winstcapaciteit betreft, vormen het conjunctuurverloop en de als gevolg daarvan optredende gunstige of ongunstige ontwikkeling van omzetten, bedrijfsbezettingsgraad, kosten en prijzen de belangrijkste bepalende factoren. Uiteraard schept de periode van opgaande conjunctuur de gunstigste kans op het behalen van extra revenuen, welke de basis voor een ruime reserveeringspolitiek leggen.

¹⁾ Dit is geenszins het enige kenteeken. Hooge koersen en waardevolle claims, die voor aandeelhouders eenigermate een compensatie vormen voor de inhouding van winst, wijzen eveneens op dien toestand.

Ondernemingen, welke over een monopolie-positie beschikken (het bedrijf van de reeds genoemde Kon. Ned. Zoutindustrie vormt hiervan een voorbeeld) zullen, ongeacht het conjunctuurverloop, steeds een zekeren voorsprong bezitten in verhouding tot zulke, welke op de markt aan een scherpe concurrentie zijn blootgesteld. Bij de laatst genoemde groep kan in groote lijnen alleen de marge welke bij wijze van differentieele winst, d.i. wegens gunstiger kostenpositie dan de z.g. grensonderneming die juist haar kosten kan dekken en een minimale kapitaalrente verdient, voor kapitaalkapitaalvorming in aanmerking komen. Deze marge kan belangrijk zijn, maar zij vertoont op den langen termijn door de werking van de aan het concurrentie-systeem inhaerente krachten de tendens steeds weer te verdwijnen. Hierdoor beschikt een maatschappij, welke voldoende economische bewegingsvrijheid aan ondernemers toestaat, toch weer over een correctief, waardoor de ondernemingskapitaalkapitaalvorming binnen bepaalde grenzen wordt gehouden.

Uiteraard is vooral die kapitaalkapitaalvorming van waarde, welke over den conjunctuurcyclus heen bestendig blijft. In de meeste gevallen zal evenwel gedurende de depressie een deel van het gevormde kapitaal worden vernietigd en dat noopt de onderneming dan weer tot aanpassing aan een beperkter financiële capaciteit.

In een gedirigeerd economisch systeem, dat naar een volledige bezetting van het productie-apparaat streeft, zal de samenhang tusschen ondernemingskapitaalkapitaalvorming en conjunctuur minder scherp op den voorgrond treden. Des te meer zal dit het geval zijn met ordeningsmaatregelen met prijsbeïnvloeding resp. winstnormeering, afkomstig van hoogerhand of van de zijde van het georganiseerde bedrijfsleven. Maatregelen als de hier bedoelde vormen in een geordend bestel het equivalent van de in de onderlinge concurrentie gelegen krachten. In het belang van het op peil houden van de economische prestaties zal men ook hier aan de vorming van een differentieele winstmarge niet mogen tornen. Slaagt de individueele onderneming erin een redelijke marge te handhaven, dan blijft voor haar in principe de mogelijkheid van omzetting van winst in kapitaal open. Een maatschappelijk stelsel echter, dat alle strategisch belangrijke punten der volkshuishouding wil beheerschen, zal evenwel de ondernemingskapitaalkapitaalvorming niet geheel ongemoeid kunnen laten. Naargelang de doeleinden van de economische leiding dit meebrengen, zal zij de winstinhouding bevorderen of tegenwerken ¹⁾.

¹⁾ Uit conjunctuurpolitiek oogpunt is het belangwekkend, dat in Duitschland na 1934 de kapitaalkapitaalvorming in de onderneming aanvankelijk werd aangemoedigd. Men nam het de ondernemingen niet kwalijk dat zij groote winsten uit de staatsopdrachten behaalden, mits deze winst maar in het bedrijf werd gehouden. Naarmate de investeringsmogelijkheden verband houdend met de vierjarenplannen en de omzetting van de industrie op oorlogsbasis hun grenzen bereikten, trad een ommekeer in de opvattingen in.

Bij het gebruik van den term winstcapaciteit werd ten aanzien van het in concreto bepaald zijn van de winst en van den inhoud van het winstbegrip zelf alle problematiek ter zijde gelaten. Dieper ingaan op de hiermede verband houdende omstreeden vraagstukken zou een te groote plaats opeischen. Daarom moge hier met een enkele opmerking worden volstaan.

Het vraagstuk omtrent de winst der onderneming bezit twee kanten. Wat is winst krachtens den aard der onderneming en het in haar tot uitdrukking komende streven naar inkomen en voortbestaan? (theoretisch aspect). Hoe kan aan de hand der theoretische normen de winst in concreto worden gecalculeerd? (practisch aspect).

Tusschenopvattingen buiten beschouwing gelaten staan in de winsttheorie twee extreme opvattingen tegenover elkaar. Er zijn nominalisten, die de leer der zuivere geldrekening huldigen en er zijn substantiewaardetheoretici, die geenszins elk geldoverschot als winst qualificeeren, doch de maatstaf van volwaardige winst zoeken in het overschot dat door een op eenigerlei wijze substantieel bepaalde kapitaalrekeningstechniek wordt aangewezen. Laatst bedoelde richting, welke verschillende varianten kent, heeft tot algemeen principe de winstberekening te zuiveren van den invloed van prijsveranderingen op de voorraden en overige bedrijfsmiddelen, die in feite geen winst, maar realisaties van vermogensbestanddeelen zijn. In de administratieve techniek van de vervangingswaardetheorie en van het ijzeren voorraadstelsel wordt dit principe consequent toegepast. Winst is hier het geldsurplus, hetwelk uitgaat boven hetgeen benoodigd is om de productie op den bestaanden voet te continueeren.

Het standpunt inzake de vraag wat als volwaardige winst moet worden beschouwd is van groote beteekenis daar hierdoor wordt uitgemaakt of een gevormd kapitaalsurplus al dan niet reëel is en dus al dan niet tot werkelijk nieuwe financieringsmogelijkheden in staat stelt. Zoo leidt de toepassing van de nominalistische theorie in een periode van opgaande conjunctuur als de prijzen stijgen tot hooge winsten, die bij nadere analyse voor een deel ontstaan zijn uit het schijnvoordeel van in geld omgezette prijsstijgingen. De substantialist eischt hier, dat de uitkeering van zulk soort „winsten” achterwege zal blijven daar de onttrekking van deze geldmiddelen de onderneming in haar substantie aantast. Zij zou op de hooge prijsbasis onvoldoende middelen overhouden om de zaken op den ouden voet voort te zetten. In depressietijden gelooft de nominalist al met verlies te werken als de substantialist nog winst calculeert en aan kapitaalvorming kan denken. In één opzicht bestaat in beide theorieën eenstemmigheid. Niet in geld gerealiseerde waardestijgingen, zuivere boekwinsten dus, kunnen nooit basis voor winstuitkeering en derhalve evenmin voor kapitaalvorming zijn.

Afgezien van deze theoretische strijdpunten liggen in de

practische winstvaststelling zulke groote moeilijkheden opgesloten, dat een volkomen exacte vaststelling van de jaarlijksche winst een onmogelijkheid is. Dit houdt vooral verband met de waardeering van die bedrijfsmiddelen, welke hun nutsprestaties over een groot aantal jaren afwerpen, doch waarbij men, gezien de over een veel langeren duur dan een jaarperiode in het economisch leven werkende krachten, slechts bij wijze van ruwe schatting de toerekening van de verbruikte nutsprestaties aan één bepaalde jaarperiode kan verrichten. Gevormde afschrijvingsfondsen kunnen in verband met den wisselenden stand der techniek, van kosten en prijzen achteraf te laag blijken. Alle voorgaande winsten in de gebruiksjaren waren dan onjuist en de fout kon alleen hersteld worden in het jaar, waarin de nog niet afgeschreven bestanddeelen van de apparatuur van onwaarde worden. Hier is dan een negatieve kapitaalvorming in werking getreden, die het volume der positieve accumulatie corrigeert. De toestand kan ook gunstiger uitvallen en in dat geval vergroeiën bestanddeelen der kostenverrekening met die der interne kapitaalvorming.

De feitelijke mogelijkheid tot kapitaalvorming binnen het kader van de ondernemingsrentabiliteit wordt in toenemende mate bepaald door de op de winst drukkende belastingen. Meer dan ooit is de fiscus de voornaamste belanghebbende in de bedrijven en naarmate hij zijn aandeel in de winst vergroot, daalt het deel dat voor kapitaalvorming en winstuitkeering beschikbaar is. Bij een totalen belastingdruk, welke voor grootere vennootschappen thans niet ver onder 70% zal liggen, moet de winst wel in buitengewonen omvang stijgen om bedragen van eenige beteekenis voor de andere doeleinden af te zonderen. Een belastingdruk van zegge 70% beteekent immers dat voor elken tot kapitaalvorming bestemden gulden ruim het drievoudige verdiend moet worden. Dit zou, ten aanzien van wat netto wordt overgehouden, vergeleken kunnen worden met de opnemings van een crediet met een disagio van uitzonderlijke grootte, dat aan den Staat toevalt. Financiering uit de winst wordt daardoor een der moeilijkst toegankelijke financieringsvormen en ook op dit gebied zal men dus kunnen verwachten, dat, onder den invloed van den belastingdruk, bij uitbreidingsfinanciering naar andere, voor dit doel minder rationeele oplossingen zal moeten worden gezocht ¹⁾.

. Behalve de hoogte van de heffingstarieven is de wijze van fiscale winstvaststelling van belang voor het bepalen van den effectieven belastingdruk. De nieuwe waardeerings- en winst-

¹⁾ Practisch alleen obligatiecrediet komt dan in aanmerking. Aandeelenkapitaal is eveneens te duur. Bij een totale belastingdruk als bovengenoemd moet immers om een dividend van 6% te kunnen uitkeeren, 20% winst gemaakt zijn, wat stellig een voor vele bedrijven onbereikbaar niveau is. De obligatierente is daarentegen geen winst, maar een kostenfactor. Zij begunstigt daarom de mogelijkheid van een redelijke dividenduitkeering, maar anderzijds beteekent zij, ongeacht de aflossingen, een vaste last welke het obligatiecrediet voor vele ondernemingen ongeschikt maakt.

bepalingsvoorschriften in de vennootschaps- en inkomstenbelasting gaan ten deze verder dan van het standpunt van den voorzichtig waardeuerenden ondernemer en van dat der bedrijfs-economie aanvaardbaar kan worden geacht. De consequenties hiervan zijn bij hooge tarieven uiteraard ernstiger dan bij lagere ¹⁾.

Dikwijls wordt aangevoerd, dat de sterke reservevorming in de naamlooze vennootschap belangrijke revenuen voor de schatkist verloren doet gaan. Bij een belasting op de volle winst mist echter de fiscus slechts het bedrag aan inkomstenbelasting op het niet uitgekeerde, wel aan winstbelasting onderworpen deel van de winst. Onder het systeem eener uitdeelingsbelasting, zooals tijdens 't bestaan van de dividend en tentiëmebelasting, toen geheel belastingvrij kon worden gereserveerd, kan men inderdaad van een prijsgeven van belangrijke baten door de schatkist spreken. Daar staan echter maatschappelijke voordeelen tegenover.

Het lijdt geen twijfel dat onze toenmalige belastingwetgeving, door de reserves niet aan belastingheffing te onderwerpen, de kapitaalvorming in de naamlooze vennootschappen krachtig heeft bevorderd en indirect daardoor ook het instituut van den onpersoonlijken rechtsvorm zelf. Voor de historische plaats van de financiering uit de winst en daardoor tevens voor de betrekkelijk snelle industriele ontwikkeling welke het Nederland-sche bedrijfsleven gedurende de laatste halve eeuw heeft door-gemaakt is dit feit van groote beteekenis geweest.

De huidige hooge belastingen brengen mede, dat de kapitaalvorming in de onderneming nog slechts in zeer bescheiden proporties kan plaats hebben. De gevolgen hiervan laten zich door de oorlogsomstandigheden nog niet overzien. Zonder te treden in de vraag, of na den oorlog een winst of een uitde-lingsbelasting voorkeur verdient, zal een aanzienlijke verlich-ting van belastingdruk op de ondernemingswinst noodzakelijk zijn wil men het financieringsprobleem niet volkomen onop-losbaar maken. Naast verlaging van tarieven moet, bij hand-having eener winstbelasting, hierbij tevens gedacht worden aan de mogelijkheid eener winstvaststelling welke ingehouden winst gedeeltelijk onbelast laat ²⁾.

Als derde voorwaarde, waarvan de kapitaalvorming in de

¹⁾ Vgl. hierover van schrijver dezes: De balans van ondernemings- en van fiscaal standpunt in dit tijdschrift, Mei 1943. Over hetzelfde onderwerp ter plaatse Dr. M. J. H. Smeets.

²⁾ Dit zou b.v. ook kunnen geschieden door tijdelijk een zekere vrijheid te geven bij de afschrijvingen. Van belang in dit verband is een Duitsch belastingvoorschrift (beslissing R.F.M. van 15 Febr. 1941 zur Steuerveran-lagung für das Jahr 1940). Hierbij wordt aan persoonlijke ondernemingsvor-men voorloopig voor den duur van den oorlog en met het oog op uitgestelde vernieuwingen belastingvrijdom gegeven voor 50% der ingehouden winst ten hoogste echter voor 10% van de totale winst over eenig jaar. Kenschet-send is ook een bepaling in de Engelsche Excess Profit Tax, volgens welke op een nader te bepalen tijdstip na den oorlog 1/5 van de overwinstbelas-ting zal worden terugbetaald.

onderneming afhankelijk is, werd de verhouding van de onderneming tot haar winstgerechtigden genoemd. Winstgerechtigden als een zelfstandige categorie naast de ondernemingsleiding treft men alleen in de publieke naamloze vennootschap aan. De figuur van den winstdeelenden commanditair vennoot kan, als zijde van te ondergeschikte beteekenis, buiten beschouwing blijven.

In de naamloze vennootschap ontstaat, als gevolg van den zelfstandigheidsdrang van de onpersoonlijke onderneming, bij de leiding een streven bij de winstverdeling het ondernemingsbelang met betrekking tot instandhouding en uitbreiding te doen voorgaan op het belang van de aandeelhouders. De belangentegenstelling welke hieruit voortspruit gepaard aan het krachtige expansiestreven in de meeste groote bedrijven merkbaar, de groote omvang ook waarin reserves moeten worden gevormd, om aan dit streven voedsel te geven, verleenen aan de kapitaalvorming een typisch modern aspect. Slechts een gedeelte van de aandeelhouders zal zich neerleggen bij de gebruikelijke methode eener gelijkmatige dividendpolitiek en de bestemming van een groot deel van de winst tot het vormen van reserves.

Het zich één gevoelen met de onderneming ontbreekt meestal geheel bij de meerderheid der aandeelhouders, die slechts tijdelijk met de onderneming in zee willen gaan. In den regel beschikt de leiding evenwel over een voldoende concentratie van macht om haar wil bij de winstvaststelling aan deze groote groep andersgezinde aandeelhouders op te leggen. Tot op zekere hoogte kan zij ook door middel van de stille reservevorming een openlijk conflict uit den weg gaan. Het is evenwel niet zoo, dat de ondernemingsleiding willekeurig kan beslissen welk aandeel in de winst zij haar kapitaalgevers zal onthouden. Zij kan slechts dat deel voor de kapitaalvorming bestemmen, hetwelk een normale aanspraak op rendement te boven gaat; doch ook dit in aanmerking nemend, zijn de grenzen tot het voor werkelijke of vermeende ondernemingsbehoeften beschikken over de winst toch ruim.

Tot aan het aanbreken van den dividendtermijn kan de zich geleidelijk in het bedrijf ophoepende winst ook reeds voor financieringsdoeleinden worden gebruikt. De korte beschikbaarheidsduur legt evenwel beperkingen op aan het gebruik van dergelijke saldi. Men zou hier, ter onderscheiding van de normale, van voorbijgaande of intermitterende winstfinanciering kunnen spreken ¹⁾.

De kapitaalmarktsituatie als vierde voorwaarde is voor de ondernemingskapitaalvorming in zooverre van be-

¹⁾ Polak: Eenige grondslagen voor de financiering van de onderneming, Haarlem 1940, blz. 163, merkt naar aanleiding van de hieraan ten grondslag liggende besparingen op, dat deze uit haar aard statisch zijn. Voor vergroting van de basis der onderneming komen zij niet in aanmerking, zij kunnen slechts in de plaats treden van korte creditverleening.

lang, dat bepaalde categorieën van ondernemingen den toegang tot de kapitaalmarkt moeilijk of onmogelijk is, weshalve zij wel verplicht zijn naar een autonome oplossing van hun financieringsvraagstukken te streven. Hieronder vallen in het algemeen alle niet publieke naamlooze vennootschappen en de ondernemingen met een persoonlijken rechtsvorm. Door het persoonlijke karakter dezer ondernemingen is het hun ook moeilijker credit te krijgen. In dit soort bedrijven, dat nog altijd in ons land overheerscht, heeft de kapitaalvorming uit ingehouden winsten een omvangrijke toepassing gevonden, in die mate zelfs, dat, ook waar zij tot bedrijven van grooter formaat zijn gegroeid, eigen bespaarde middelen nog steeds de hoofdzaak der financiering vormen.

Ook voor die ondernemingen, welke wel van de emissiemethode gebruik kunnen maken en voor wie de kapitaalmarkt dus open staat, kunnen zich situaties voordoen, welke de noodzaak van winstfinanciering accentueeren. Dit is vooreerst te verwachten, als de staat voor eigen doeleinden de kapitaalmarkt voor zich heeft gereserveerd, zooals het geval is in Duitschland sinds 1934 en na den oorlog in ons land, in verband met de dringende behoeften van algemeen belang (o.a. woningbouw), zij het in beperkter mate, niet tot de onmogelijkheden behoort. Vervolgens kan een hooge effectieve rentestand, eveneens een toestand welke in verband met de kapitaalschaarschte na den oorlog te verwachten is, ertoe dwingen, de kapitaalbehoefte buiten de publieke markt om te dekken.

De omvang der middelenbehoefte is als vijfde voorwaarde genoemd. Hierbij zij opgemerkt, dat de mogelijke druk op de winstuitkeeringen en de absolute grootte van de periodieke winst in den regel onvoldoende speelruimte zullen bieden om zeer hooge ineens optredende kapitaalbehoeften te dekken. Men denke in dit verband aan de uitvoering van uitbreidingsprojecten, overneming van bedrijven, financieele deelneming enz. Tenzij reeds jaren vooruit gezorgd is, dus door te sparen, zal winstfinanciering hier te kort schieten. Deze methode komt het best tot haar recht, wanneer een geleidelijke groei van het bedrijf eischen gaat stellen, in het algemeen bij voorziening in langzaam oplopende behoeften. Het is een langzame financieringswijze en dit legt zeer reële beperkingen aan de toepassing op. Ingeval van een snelle schoksgewijze ontwikkeling valt dan ook bij de hiervoor in aanmerking komende ondernemingen een overgang naar de gebruikmaking van de emissietechniek waar te nemen.

III.

Beoordeeling.

Een nadere beschouwing van het verschijnsel der interne kapitaalvorming brengt zoowel voor- als nadeelen aan het licht, al naar het wordt beoordeeld van het standpunt der kapitaal-

vormende ondernemingen zelf, van dat van haar aandeelhouders, van algemeen economisch-, of zelfs van sociaal standpunt.

Voor de onderneming zelf is het ongetwijfeld een voordeel, dat de gekweepte reserves haar onafhankelijker maken van de banken en van de andere geldgevers, alsmede van de zeggenschapseischen welke met de kapitaalverschaffing gepaard kunnen gaan. Het in eigen hand houden van winstoverschotten veronderstelt niet alleen zekere autonomie, het ver-schaft en versterkt deze ook. Voor vele ondernemingen is het bovendien uiterst moeilijk voldoende kapitaal van buiten af aan te trekken. Voor haar is de financieele capaciteit het meest schaarsche productiemiddel. Vorming van nieuw kapitaal uit de winst kan in zulke gevallen een belangrijke verbetering in de situatie brengen, vooral omdat de beschikking wordt verkregen over middelen die aan geen aflossingstermijn gebonden zijn.

Uit het oogpunt van kosten- en rentabiliteitsoverwegingen valt het voordeel te releveeren, dat kapitaalvorming uit de winst de onderneming van rente- en emissiekosten bevrijdt. Ten gevolge hiervan wordt een tot het inslaan van nieuwe wegen initiatief nemende onderneming niet gedrukt door de zorg, dat nieuw door haar aangewend kapitaal direct ook productief moet worden gemaakt. Zij behoeft dus niet te vreezen, dat aan de beschikbaarstelling van kapitaal verbonden lasten de rentabiliteit voor aandeelhouders zal verlagen, terwijl door winstinhouding verkregen kapitaal steeds mogelijkheden tot verhooging daarvan in zich sluit. In dit verband werpt de financiering uit winst vooral in die bedrijfstakken haar nut af, waarin het tempo van den technischen vooruitgang de noodzakelijkheid steeds iets nieuws te brengen naar voren doet treden. In sterke mate doet zich dit o.a. voor in de chemische- en in de electrotechnische industrie. Onderzoekings- en ontwikkelingskosten voor een nieuw product of werkwijze en exploitatie daarvan leenen zich, uit hoofde van de onzekere uitkomsten, minder goed tot financiering met vastrentend en aflossingsplichtig- dan wel dividend-gerechtigd kapitaal.

Ook afgezien van aan bijzondere risico's onderworpen expansies ligt in de onafhankelijkheid van vaste rente- en aflossingsverplichtingen een niet te onderschatten belang. Het is goed financieel beleid de onderneming, wat haar kosten- en liquiditeitspositie betreft, elastisch en reagibel te houden, derhalve zoo-veel mogelijk op het uitgaven-budget drukkende vaste kosten te vermijden. De onderneming is daardoor beter tegen conjunctuurschommelingen opgewassen. Het gezichtspunt van de vaste lasten geldt in eerste instantie voor obligatieleeningen en daarmee op één lijn te stellen financieringsvormen, maar het raakt ook het door een publieke emissie in de onderneming gebrachte eigen kapitaal. In het kader toch eener dividend-stabiliseerende politiek, welke meer en meer in zwang komt,

krijgt ook de jaarlijksche uitkeering op de aandelen het karakter eener vaste last, die men ook in minder gunstige jaren ter hooghouding van financieele standing en van de credietwaardigheid zal trachten na te komen. Daar het voor de hand ligt, dat alleen ondernemingen met een krachtige financieele positie tot een eenigermate effectieve dividendstabiliseering in staat zijn, kan men de stelselmatige winstinhouding en reserveering in de goede jaren een noodzakelijke voorwaarde tot deze politiek noemen. Het bestaan van een afzonderlijke in liquide middelen aangehouden dividendreserve is niet essentieel voor het handhaven van stabiele uitkeeringen ¹⁾, waar aanwezig kan zij echter tot het voorkomen van een anders noodzakelijke inkrimping van het voor directe bedrijfsdoeleinden uit de winst gevormde kapitaal het hare bijdragen. Tusschen de kapitaalvorming hier bedoeld en de dividendreserve bestaat dan een organisch verband. Uiteraard vormt de aanwezigheid van omvangrijke reserves van anderen aard dan de zoo juist genoemde een niet te verwaarloozen belang met het oog op de nominale instandhouding van het ondernemingskapitaal.

Naast de opgesomde voordeelen staan eenige reële nadeelen. De onafhankelijkheid van banken en andere geldgevers bergt, daar men losser komt te staan ten opzichte van de bij credietverleening geldende normen, ook gevaren in zich.

Met name kan de afwezigheid van credietkosten die contant betaald moeten worden tot verkeerde calculaties leiden. Niet de rentabiliteitsvooruitzichten, maar ruime kasmiddelen ziet men niet zelden bij bedrijfsuitbreidingen den doorslag geven. Op die manier worden gemakkelijk mogelijkheden en grenzen van een bedrijfseconomisch verantwoorde financiering overschreden.

Uit een algemeen economisch oogpunt is elke verspilling van kapitaal te veroordeelen, maar voor de waardeering van het systeem der ondernemingskapitaalvorming gaat het uiteraard om de vraag, of binnen het kader van dit systeem de irrationeele kapitaalbesteding een massaal verschijnsel is dan wel tot bescheiden proporties beperkt blijft. De aanwezigheid van oneconomisch gebruik treedt in individuele gevallen naar voren, wanneer, ondanks voortgezette reserveeringspolitiek, de lijn der opbrengsten per kapitaaleenheid lager is dan in vergelijkbare gevallen van bedrijven met minder uitgesproken expansietendenzen. Dit zou er op kunnen wijzen, dat het bedrijfsoptimum is overschreden. Onderzoekingen hierover zijn nog niet ingesteld, althans niet zulke die bruikbare resultaten hebben opgeleverd, zoodat vooralsnog de kwestie van de alge-

¹⁾ Dit moet zoo worden verstaan, dat, indien het totaal geïnvesteerde en winstafwerpende kapitaal veel grooter is dan het dividenddragende kapitaal, door afneming van winsten veel minder gauw het minimum beschikbaar komende en voor het gestabiliseerde dividend noodige bedrag wordt aangetast.

meen economische doelmatigheid onbeslist is. Buchanan, die voor Amerika op de daar bestaande lacunes in het onderzoek wijst, is nochtans de meening toegedaan, dat men niet voetstoots mag aannemen, dat elke investering van ingehouden winst op economisch juiste overwegingen steunt. Reflection suggests that once a business has been organized, frequently almost every conceivable means will be employed to „keep it going“, almost regardless of the irrationality and costs involved. What small earnings are made are „ploughed back“ year after year, and the directors and executives defend their policy, if at all, in generalities and a fervent prayer for a better future ¹⁾.

Van belang in dit vraagstuk is in hoofdzaak, of de onderneming bij vastlegging van winstoverschotten zich door economische waardeoverwegingen laat leiden, waarbij zij ter beoordeeling van de winstgevendheid der uitbreidingen deze moet toetsen aan de opbrengst van kapitaal bij alternatief gebruik, dus wanneer de winsten uitgekeerd zouden zijn geworden en hun weg naar belegging op de open kapitaalmarkt zouden hebben gevonden. Door deze norm aan te leggen, wat geschieden kan door in de calculaties van een normale rente uit te gaan, kan de ondernemer zich vrijmaken van den engen blik, waardoor hij, alleen maar naar de mogelijkheden van het eigen bedrijf ziende, altijd meer of min bevangen dreigt te geraken. Hier zal hij een steunpunt vinden in de op de kapitaalmarkt tot stand komende prijsvorming. De hoogte van den rentestand immers, als resultaat van het geheele complex van aanbod- en vraagverhoudingen, brengt de schaarschte aan kapitaalbeschikkingsmacht, welke in de geheele maatschappij bestaat, zoo goed mogelijk tot uitdrukking en de renteprijs, die hiermede in overeenstemming is, past de kapitaaldistributie aan de gunstigste gebruiksmogelijkheden aan. Behoort de situatie op de kapitaalmarkt derhalve een soort van toetssteen en correctief voor de onderneming te zijn, omgekeerd kan de omzetting van winst in kapitaal binnen de onderneming een correctief op de kapitaalmarkt vormen. Zij toch voert het nieuw gevormde kapitaal direct naar de productie toe, vermijdt daardoor den omweg over de kapitaalmarkt en de daarmede samenhangende grotere mogelijkheid van consumptief gebruik ten koste eener onder omstandigheden noodzakelijker kapitaalvorming.

Een bezwaar, dat met te ruime mogelijkheden van financiering uit winsten samenhangt, is dat hierdoor een machtige hefboom tot verdere vertrusting van het bedrijfsleven is geschapen, welke ontwikkeling vooral sociaal tot ernstige gevolgen

¹⁾ Theory and practice of dividend distribution, Quart-Journ. of Economics, Vol. LIII, 1939/39, blz. 83.

Hier te lande heeft Prof. Dr. M. J. H. Cobbenhagen een kritisch standpunt ingenomen, vgl. diens bijdrage: De reservevorming en haar beteekenis voor kapitaalvorming en kapitaaldistributie in Bedrijfseconomische studiën, Haarlem 1932.

leidt. Met name het gebrek aan overzicht van de door winstinhouding ontstane expansiemogelijkheden in de concerns heeft tot een gerechtvaardigde vrees aanleiding gegeven. Hetzelfde bezwaar van gebrekkige overzichtelijkheid wordt door de aandeelhouders gevoeld. Het geldt zeker niet uitsluitend voor concernondernemingen; de winstfinanciering toch, vooral in den vorm van stille reserves, verdoezelt maar al te dikwijls de ware proporties van het balansbeeld en onttrekt het beheer van zaken aan een objectieve critiek. Erger oppositie wekt uiteraard bij aandeelhouders de niët-uitkeering van een groot deel der winsten. Van hun standpunt beschouwd is de interne kapitaalvorming zeker geen ideale financieringsvorm. Evenwel, dit standpunt is eenzijdig. Alle voor- en nadeelen tegen elkaar afgewogen, komt het ons voor, dat, bij rationeele toepassing, kapitaalvorming in de onderneming economisch zeer gunstige resultaten kan afwerpen.